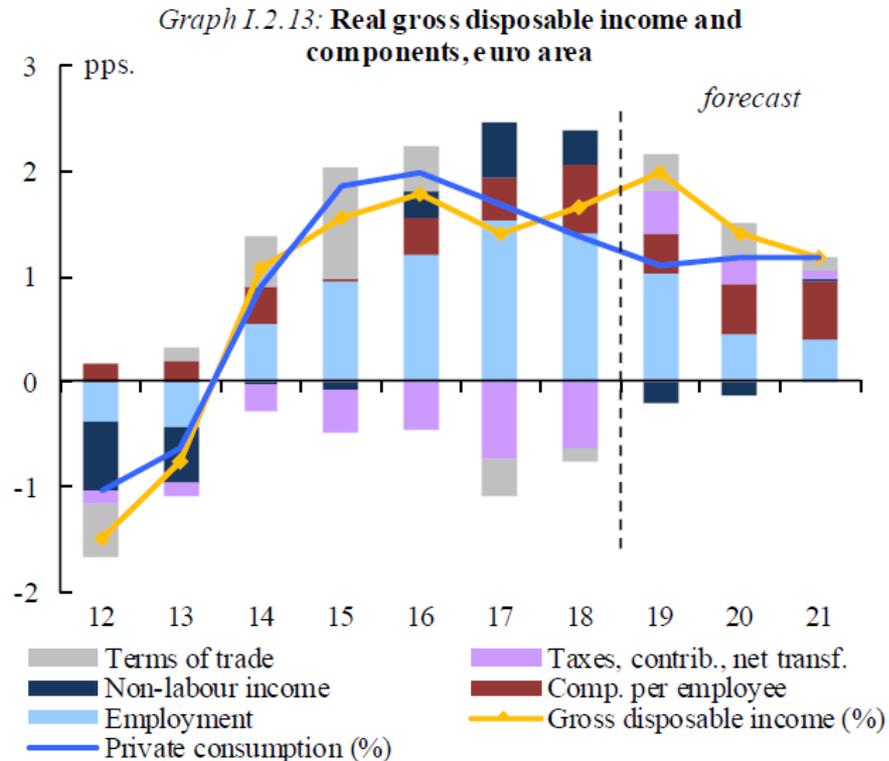


# **Les fondamentaux macroéconomiques de la gestion de portefeuille**

**Olivier Davanne**

## La consommation des ménages (3)

- **La croissance des revenus des ménages en 2020.**
  - Ralentissement des gains de pouvoir d'achat (un peu moins d'emploi et de baisses d'impôts dans certains pays).



- **La consommation des ménages en 2020.**
  - Lissage de la consommation: les bons revenus de 2019 dépensés en 2020....
  - Mais moindres créations d'emplois et confiance en baisse...
  - Rebond des ventes d'automobiles?
  - Stabilité du taux d'épargne et prévisions CE trop pessimistes?

## L'investissement (1)

---

- L'investissement en logement des ménages: une dynamique en moyenne positive (effets taux d'intérêt et fin de la crise immobilière dans certains pays).
- L'investissement des entreprises: le poste le plus difficile à prévoir!
- L'effet accélérateur: pour produire, il faut beaucoup de capital!

$$K = \lambda Q$$

- Avec  $\lambda$  de l'ordre de 2, dépend des techniques de production et notamment, à long terme, du coût du capital.
- Grande instabilité potentielle de la conjoncture : si on a un choc positif de 100 sur la production, il va falloir investir 200 pour stabiliser le ratio capital/production.
- Mais le choc de demande induit dans le secteur des biens d'équipement conduit à un investissement supplémentaire de 400 dans ce secteur pour faire face à cette nouvelle demande, etc....
- « Effet accélérateur » : **l'investissement amplifie considérablement pendant quelques années les chocs provenant des autres postes de la de demande.**

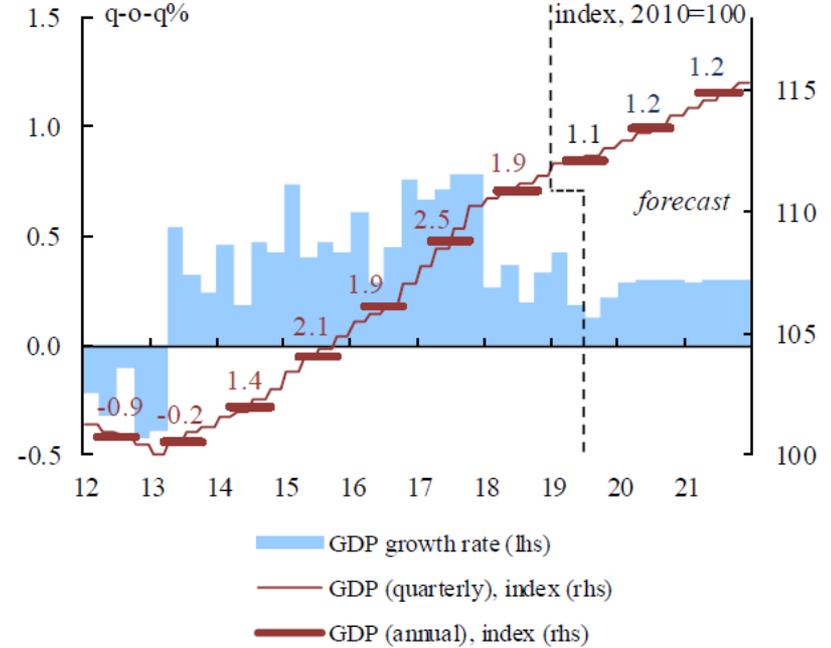
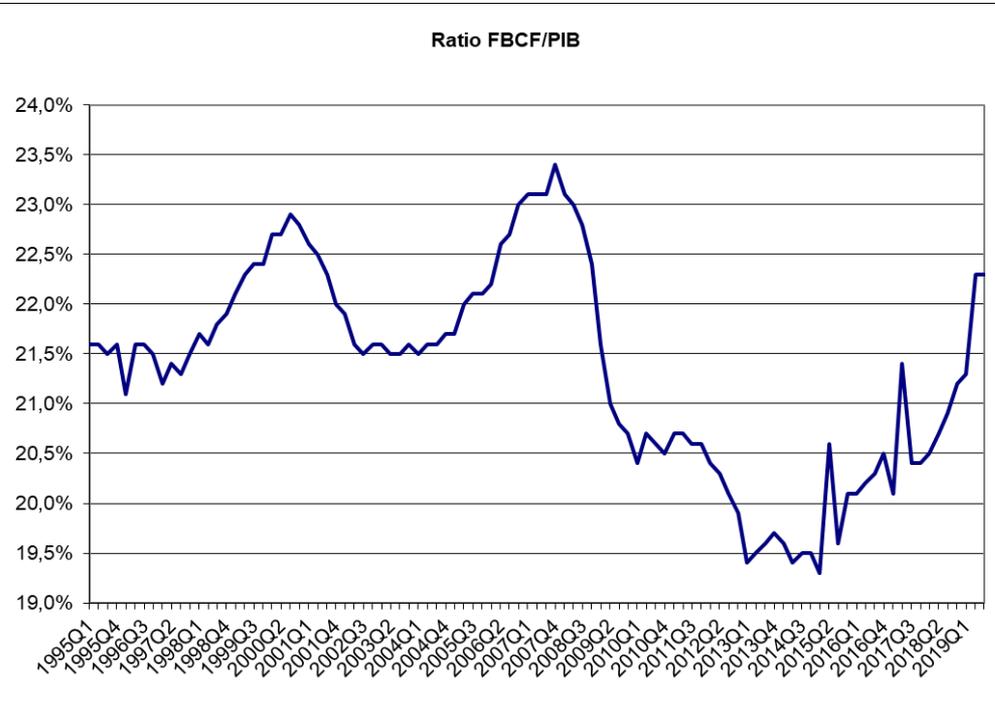
$$I = \delta K + \lambda \Delta Q \qquad \frac{I}{Q} = \delta \lambda + \lambda \dot{Q}$$

- Où  $\delta$  est le taux de dépréciation du capital.

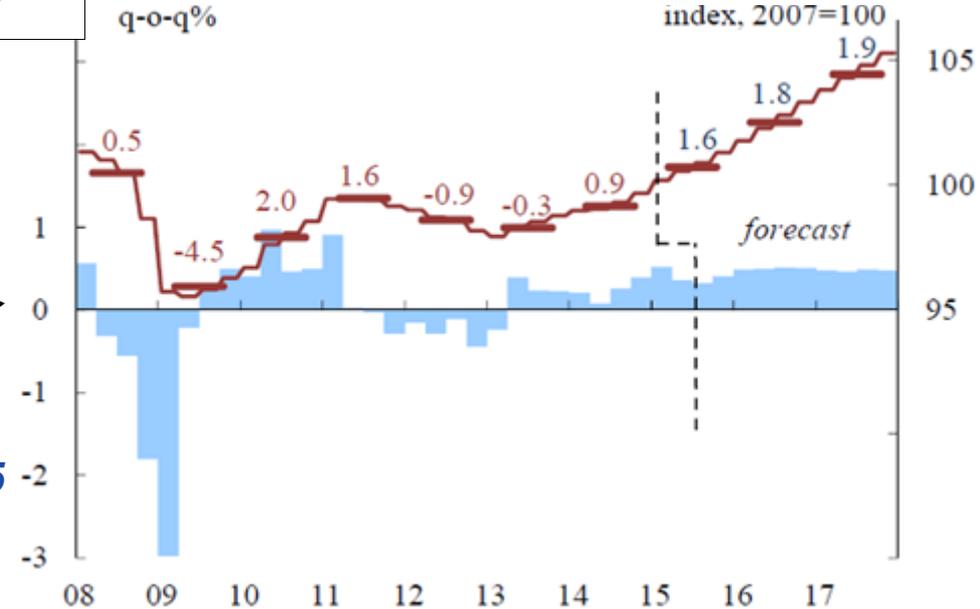
# L'investissement (2)

## 2008-2019: la puissance de l'effet accélérateur...

Graph I.1.1: Real GDP, euro area



Figures next to horizontal bars are annual growth rates.



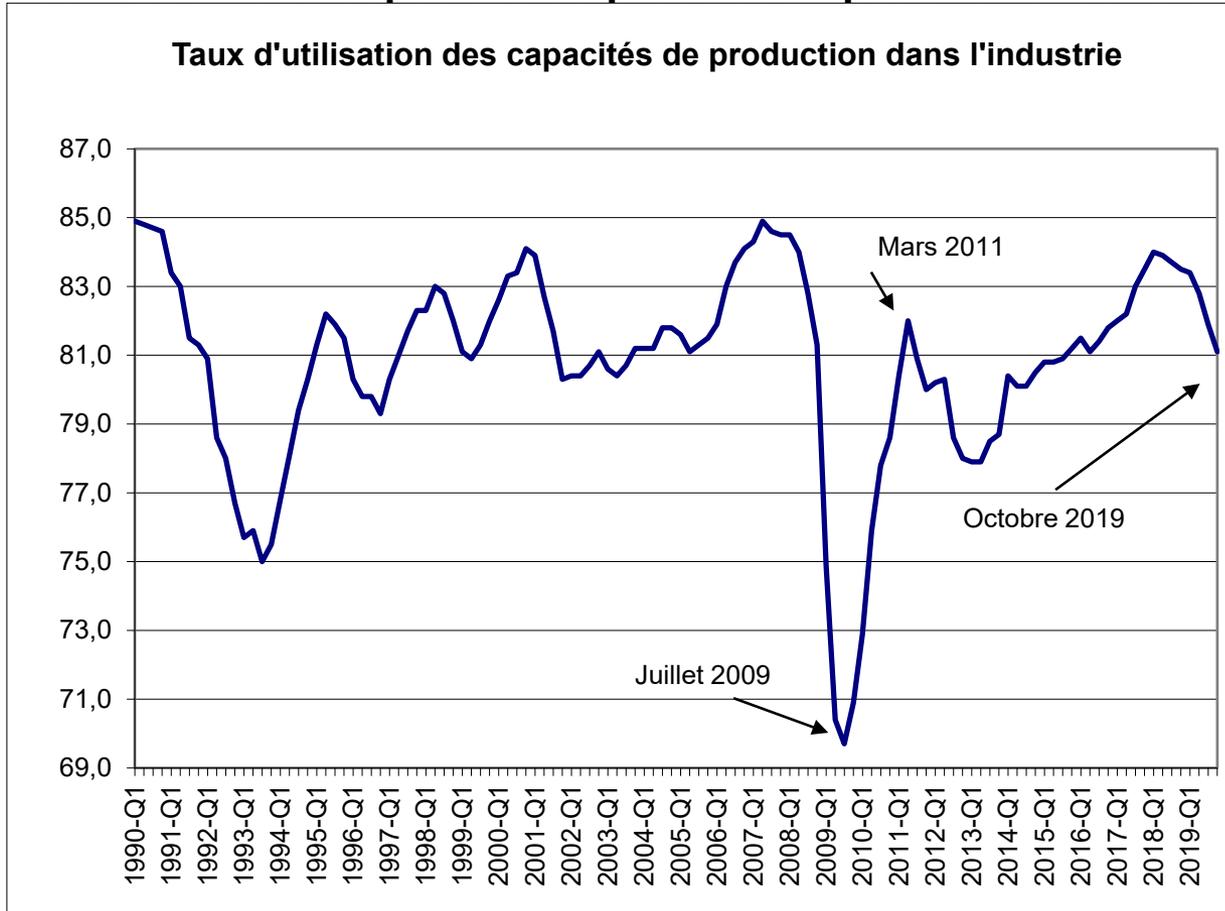
Graphique tiré des prévisions de novembre 2015: la croissance 2014 est maintenant estimée à 1,4% - et non 0,9% - et celle de 2015 à 2,1%

## L'investissement (3)

$$I = \delta K + \lambda \Delta Q$$

$$\frac{I}{Q} = \delta \lambda + \lambda \dot{Q}$$

- Mais heureusement si ces relations sont incontournables à moyen terme, elles ne s'imposent pas strictement à court terme.
- **Le taux d'utilisation des capacités de production peut varier sensiblement.**



## L'investissement (4)

---

### ■ Quelle croissance de l'investissement en 2020?

### ■ Trois facteurs vont déterminer le NIVEAU de l'investissement.

- La croissance de l'année (besoin en nouveau capital).
- Le taux d'utilisation des capacités de production (possibilité de satisfaire la demande sans investissement. **Rappel, il s'agit d'une moyenne**).
- Les perspectives de croissance à moyen terme. L'investissement est irréversible. Les entreprises préféreront vivre avec un taux d'utilisation fort si les perspectives de moyen terme sont médiocres.
- + de façon modérée un élément de profitabilité (comparaison profits- coût du capital perçu par les entreprises).

### ■ Ces trois principaux déterminants pourraient être assez médiocres en 2020.

- Croissance assez faible (même si de bonnes surprises sont possibles...).
- TUC revenu au voisinage de sa moyenne historique.
- Moyen terme?? Tout n'est pas réglé concernant la Chine, le Brexit et les risques géopolitiques (guerre commerciale)...

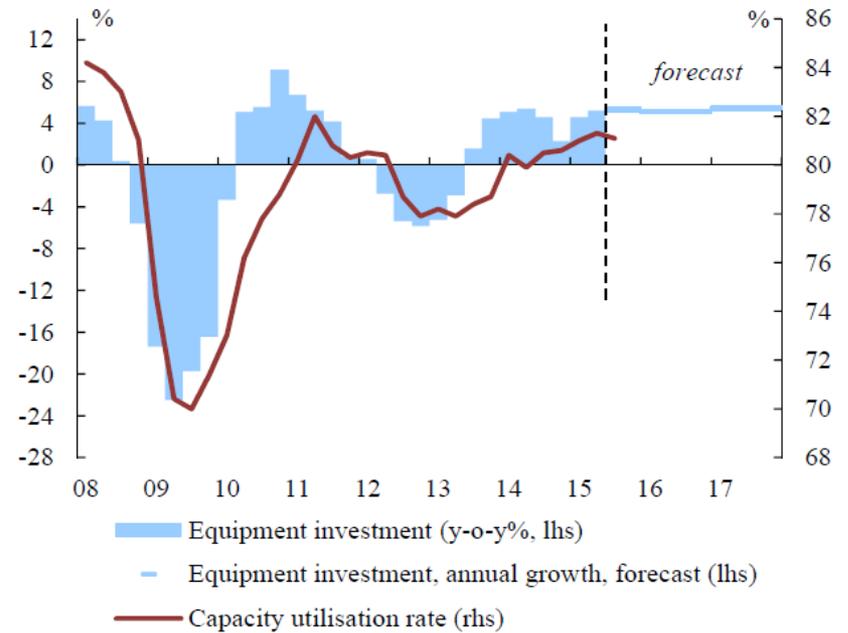
### ■ Rappel: ces paramètres jouent sur le niveau, pas sur le taux de croissance.

- Retour des dérivées secondes... 
$$\left( \frac{\Delta Q}{Q} - \left( \frac{\Delta Q}{Q} \right)_{-1} \right)$$
- La croissance de l'investissement peut ainsi être forte simplement parce que l'année est moins catastrophique que l'année précédente (voir l'année 2010).

# L'investissement (4bis)

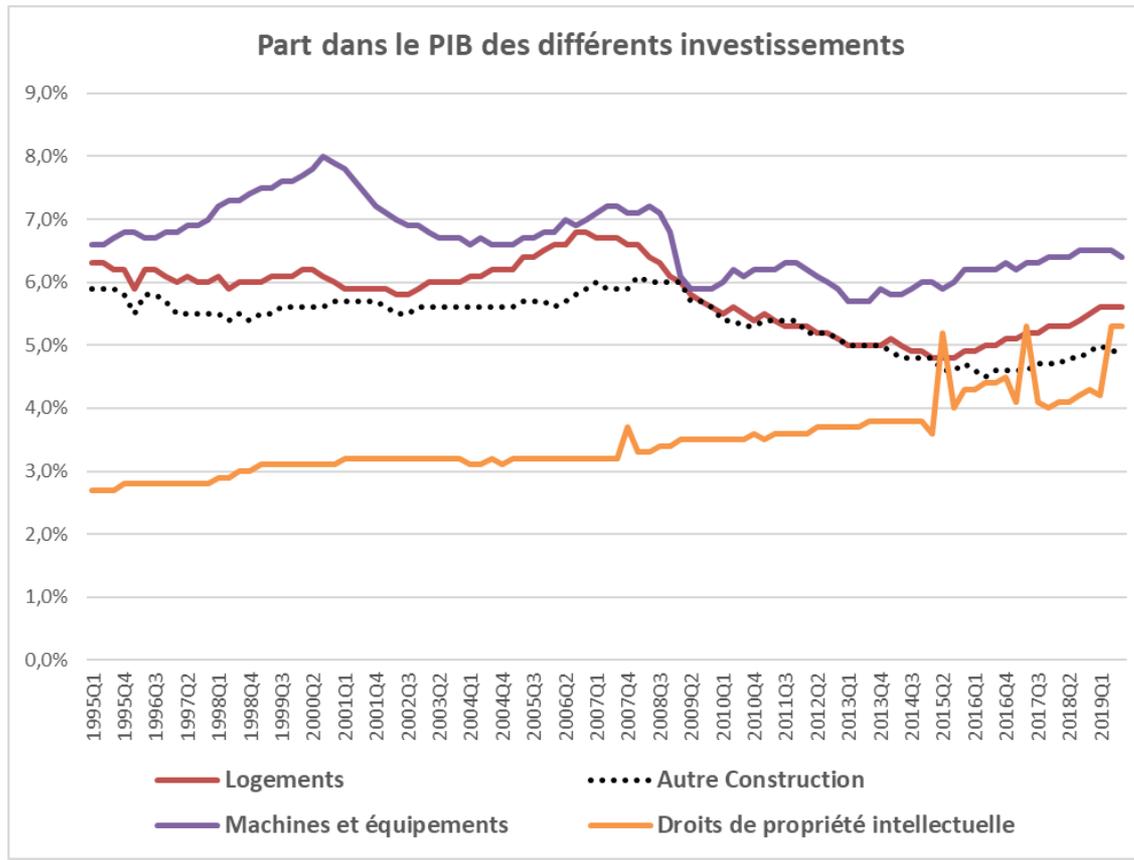
Le lien subtil entre croissance de l'investissement et niveau des capacités de production illustré par un graphique tiré des prévisions de novembre 2015

Graph I.29: Equipment investment and capacity utilisation, EU



## L'investissement (5)

- **En 2020, situation incertaine en matière d'investissement.**
  - Médiocre en niveau....
  - Et certains déterminants fondamentaux plutôt moins bons qu'en 2019 (TUC).
  - Pas de croissance significative en 2020... Mais l'investissement est structurellement incertain car les entreprises ont de grandes marges de manœuvre **à court terme** pour accélérer ou reporter des investissements.
  - D'où l'intérêt des enquêtes, mais leur durée de vie est limitée et elles couvrent surtout l'industrie (**environ 1/4 de l'investissement productif**).



## L'investissement (6): La plaisanterie irlandaise.

L'investissement en « produits de la propriété intellectuelle » représente un peu plus de 4% du PIB de la zone euro. Selon les années, l'Irlande (qui « importe » l'essentiel de ses investissements...) représente entre 2% et 20% de ces investissements!

### Main features of country forecast - IRELAND

|  | 2018            |              |       | Annual percentage change |       |       |      |       |       |       |
|--|-----------------|--------------|-------|--------------------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|
|  | bn EUR          | Curr. prices | % GDP | 00-15                    | 2016  | 2017  | 2018 | 2019  | 2020  | 2021  |
| GDP  | 324.0           | 100.0        | 4.4   | 3.7                      | 8.1   | 8.2   | 5.6  | 3.5   | 3.2   |       |
| Private Consumption                                | 100.5           | 31.0         | 2.7   | 5.4                      | 3.1   | 3.4   | 2.7  | 2.5   | 2.4   |       |
| Public Consumption                                 | 38.6            | 11.9         | 2.5   | 3.4                      | 3.5   | 4.4   | 6.2  | 3.0   | 2.2   |       |
| Gross fixed capital formation                      | 75.8            | 23.4         | 5.0   | 50.6                     | -6.7  | -21.1 | 44.3 | 4.5   | 3.9   |       |
| of which: equipment                                | 24.5            | 7.6          | 5.0   | 25.1                     | -11.2 | 39.4  | -0.1 | 3.7   | 3.2   |       |
| Exports (goods and services)                       | 396.4           | 122.3        | 7.9   | 4.1                      | 9.2   | 10.4  | 11.4 | 4.1   | 4.1   |       |
| Imports (goods and services)                       | 289.0           | 89.2         | 6.9   | 18.4                     | 1.1   | -2.9  | 22.3 | 4.2   | 4.1   |       |
| GNI (GDP deflator)                                 | 254.3           | 78.5         | 3.6   | 10.0                     | 5.3   | 6.9   | 3.5  | 5.0   | 4.6   |       |
| Contribution to GDP growth:                        | Domestic demand |              |       | 2.9                      | 14.4  | -0.9  | -5.0 | 11.9  | 2.6   | 2.3   |
|  | Inventories     |              |       | 0.2                      | 0.3   | 0.4   | -1.6 | -0.4  | 0.0   | 0.0   |
|  | Net exports     |              |       | 2.1                      | -12.1 | 10.0  | 15.4 | -5.9  | 0.9   | 0.9   |
| Employment   |                 |              |       | 1.3                      | 3.7   | 3.0   | 3.2  | 2.4   | 1.7   | 1.4   |
| Unemployment rate (a)                              |                 |              |       | 8.6                      | 8.4   | 6.7   | 5.8  | 5.2   | 5.0   | 5.0   |
| Compensation of employees / head                   |                 |              |       | 3.2                      | 2.2   | 2.5   | 2.1  | 3.5   | 3.7   | 3.8   |
| Unit labour costs whole economy                    |                 |              |       | 0.1                      | 2.2   | -2.3  | -2.6 | 0.4   | 1.8   | 2.0   |
| Real unit labour cost                              |                 |              |       | -1.9                     | 2.5   | -3.4  | -3.4 | -0.4  | 0.4   | 0.4   |
| Saving rate of households (b)                      |                 |              |       | 8.5                      | 8.2   | 10.8  | 9.0  | 9.4   | 9.2   | 9.2   |
| GDP deflator                                       |                 |              |       | 2.2                      | -0.3  | 1.1   | 0.8  | 0.8   | 1.5   | 1.5   |
| Harmonised index of consumer prices                |                 |              |       | 2.0                      | -0.2  | 0.3   | 0.7  | 0.8   | 1.1   | 1.4   |
| Terms of trade goods                               |                 |              |       | 0.0                      | 2.7   | -4.2  | -6.1 | -3.4  | -1.3  | -1.3  |
| Trade balance (goods) (c)                          |                 |              |       | 22.8                     | 39.0  | 36.7  | 34.9 | 34.1  | 32.7  | 31.5  |
| Current-account balance (c)                        |                 |              |       | -1.5                     | -4.2  | 0.5   | 10.6 | 0.8   | 1.3   | 1.7   |
| Net lending (+) or borrowing (-) vis-a-vis ROW (c) |                 |              |       | -1.6                     | -5.8  | -8.2  | -5.8 | -14.6 | -13.4 | -12.2 |
| General government balance (c)                     |                 |              |       | -4.6                     | -0.7  | -0.3  | 0.1  | 0.2   | 0.3   | 0.6   |
| Cyclically-adjusted budget balance (d)             |                 |              |       | -4.7                     | -2.0  | -1.4  | -0.6 | -0.8  | -0.3  | 0.3   |
| Structural budget balance (d)                      |                 |              |       | -                        | -2.1  | -1.4  | -0.6 | -0.8  | -0.3  | 0.3   |
| General government gross debt (c)                  |                 |              |       | 59.6                     | 73.9  | 67.8  | 63.6 | 59.0  | 53.9  | 52.6  |

## Les stocks (1)

---

- **Une autre forme d'investissement, et un effet accélérateur.**

- $K = \lambda Q$  devient  $S = \mu Q$

- Mais l'effet accélérateur est beaucoup moins puissant...

$\mu$  de l'ordre de 0,25 avec  $\lambda$  de l'ordre de 2

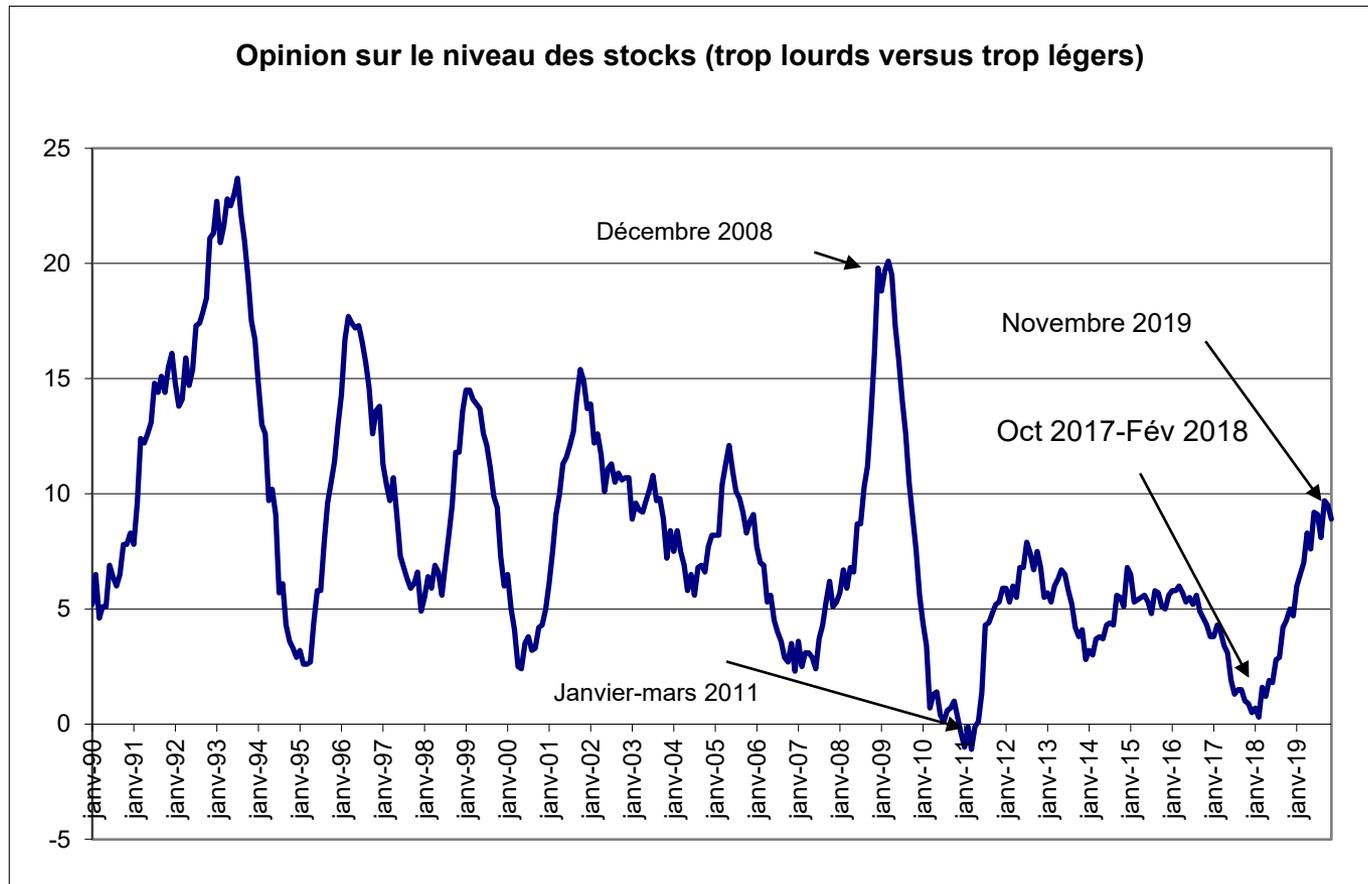
- Mais aussi plus mécanique (pas la flexibilité obtenue avec le taux d'utilisation des capacités de production).
- Les stocks jouent ainsi un rôle important dans la dynamique de très court terme.

- **Quelle stockage en 2020?**

- Attention, c'est  $\Delta S$  qui contribue à expliquer le niveau de la production et la variation de la variation de stocks qui contribue à la croissance...
- Si on déstocke une année donnée, le fait même d'arrêter de déstocker va faire progresser le PIB
- Deux facteurs principaux et non trois pour expliquer la variation de stocks.
- La croissance ( $\Delta S = \mu \Delta Q$ ) et le niveau initial des stocks.

## Les stocks (2)

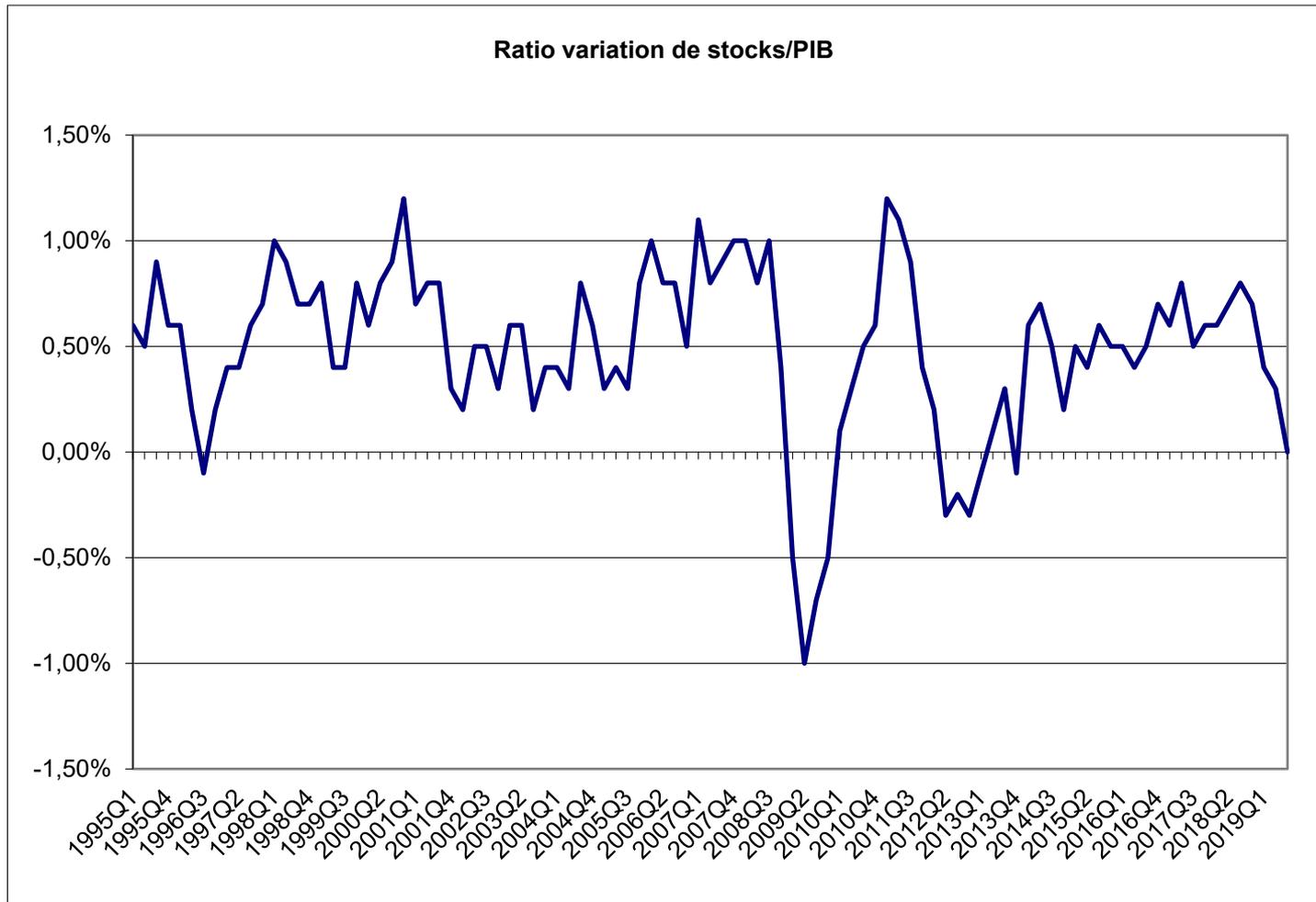
- D'après les enquêtes de conjoncture, les stocks seraient à un niveau un peu lourd.



- **Un léger déstockage est possible en 2020.**
  - Stocks un peu lourds fin 2019...
  - Croissance modeste...

## Les stocks (3)

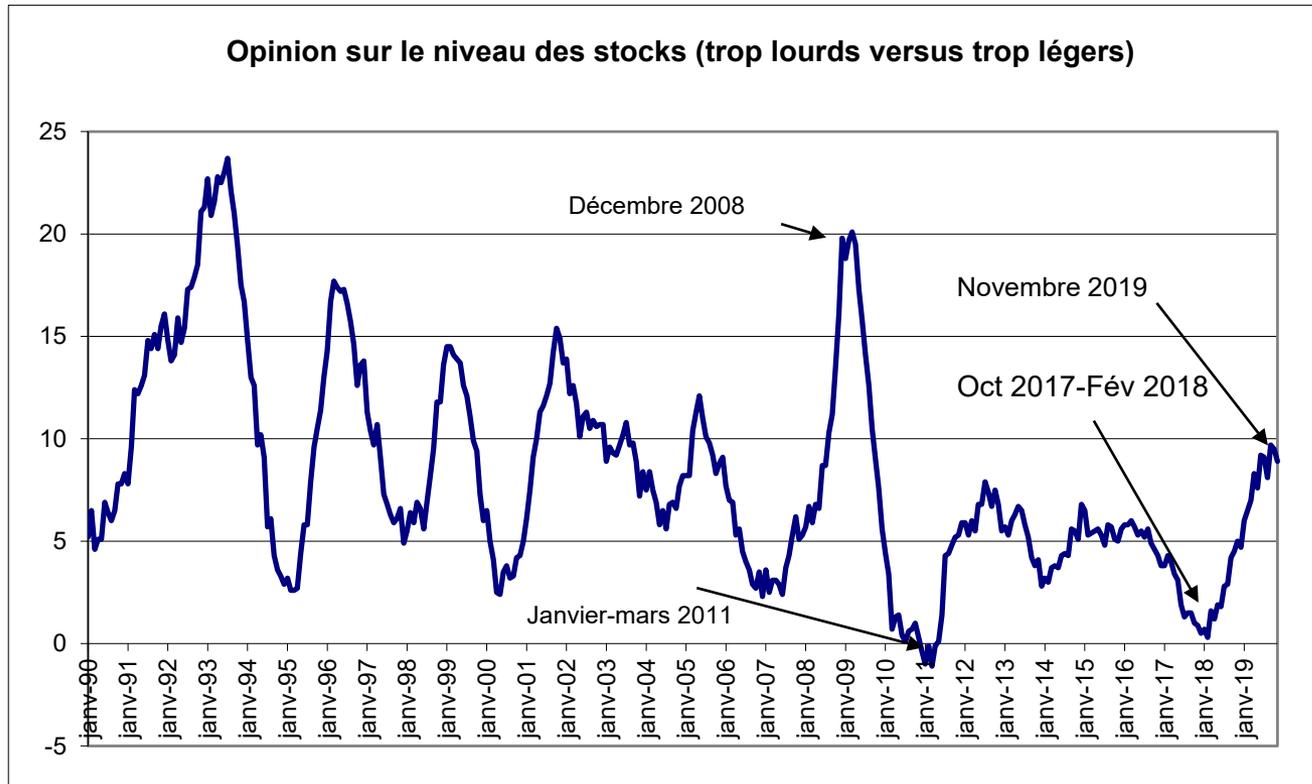
- Mais 2019 semble être déjà une année de très faible stockage (enquête et comptes trimestriels...)



- OK pour la contribution neutre des stocks en 2020 attendue par la CE... Mais petit risque à la baisse (Encore moins de stockage en 2020 qu'en 2019)? Avant un net rebond en 2021...

## Les stocks (4)

- Contribution neutre attendue en 2020 (**stockage similaire en 2020 et 2019**)
- Attention aux discours « journalistiques » issus des enquêtes sur les stocks!



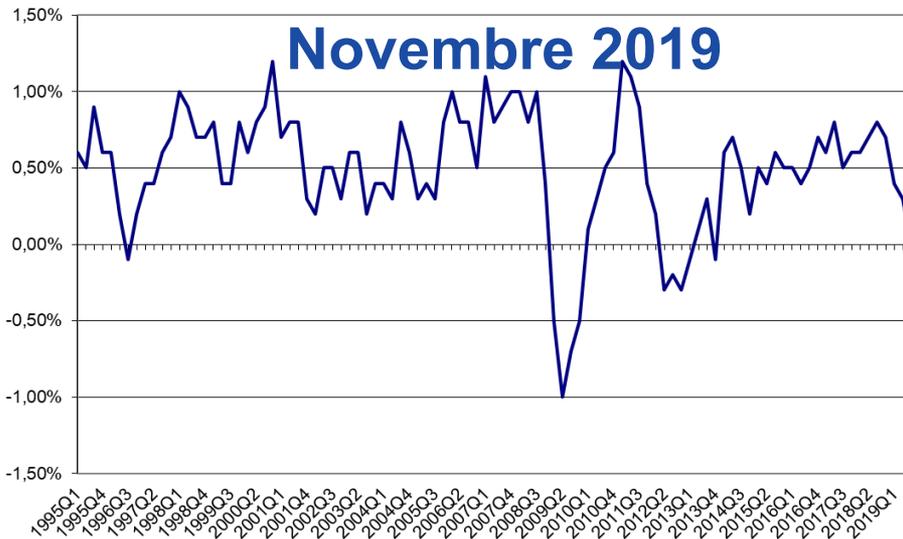
- **Que conclure quand les entreprises disent que les stocks sont trop lourds?**
  - Déstockage en cours... Pas très bon pour le niveau d'activité à très court terme.
  - Mais potentiel de rebond!
  - Ces enquêtes annoncent souvent le creux de la récession (début 1993, début 2009).
  - Stockage en cours (hiver 2010-2011, 2017-2018): attention à la suite...

# Les stocks: Méfiance sur les statistiques trimestrielles... (5)

- Description toujours un peu bizarre de l'hiver 2017-2018: probablement beaucoup de stockage pendant cette période (cf. les enquêtes), ce qui contribue à expliquer le ralentissement conjoncturel qui a suivi...
- Graphique de novembre 2015: le déstockage de la fin 2014 et du premier semestre 2015 s'est transformé en net stockage!

Ratio variation de stocks/PIB

Novembre 2019



Ratio variation de stocks/PIB

Novembre 2015

